

DCR

Duff & Phelps de Colombia
Sociedad Calificadora de Valores

Análisis Crediticio

Títulos Hipotecarios "TECH E-1"

Calificaciones

TECH 5.....AAA
TECH 7.....AAA

Razones de calificación

La estructura de la emisión. La estructura de la emisión contiene tres universalidades independientes: dos universalidades conformadas por los bancos originadores mediante la separación patrimonial de su cartera vencida y la totalidad de las garantías correspondientes y una universalidad conformada por la Titularizadora Colombiana con los títulos privilegiados emitidos por cada una de las universalidades anteriores (TH A Banco AV VILLAS y TH A Banco CONAVI). Esta última, la universalidad TECH, emitirá los títulos TECH 5 y TECH 7, los cuales cuentan con mecanismos de apoyo crediticio directos e indirectos. El mecanismo de apoyo crediticio directo lo representa el Mecanismo de Cobertura Parcial otorgada por la IFC hasta por un 5% del saldo de capital vigente de los títulos mencionados. El Mecanismo de Cobertura Parcial IFC opera como un cupo rotativo y busca cubrir los defectos del flujo recaudado. Adicionalmente, la emisión cuenta con apoyos crediticios indirectos los cuales se encuentran contenidos dentro de las universalidades Banco AVVILLAS y Banco CONAVI. Estos incluyen un fondo de reserva, la subordinación de los títulos B y C y una sobre-colateralización correspondiente a las provisiones y cuentas de orden registradas contablemente por los bancos originadores sobre los créditos hipotecarios titularizados.

Analistas

Ma. Claudia Salcedo Casas
+1 347 4573
salcedo@drcolombia.com.co

Carlos V. Ramírez Lozano
+1 347 4573
carlos.ramirez@drcolombia.com.co

Los flujos de caja provenientes de la emisión fueron sometidos a pruebas de tensión para un escenario de calificación de "AAA" para los Títulos TECH y de "AA+" para los títulos TH A Banco AVVILLAS y TH A Banco CONAVI. Se manejó un escenario de tensión máxima en el cual se incrementó el tiempo de duración de los procesos judiciales y el tiempo de duración en inventario de los inmuebles en un 30% y en el cual la severidad de la pérdida se estableció en un 40%. Adicionalmente, este escenario consideró que los bancos originadores, AVVILLAS y CONAVI, dejaban de cumplir con su obligación contractual de asumir los gastos de los diferentes procesos de liquidación a partir del mes 36 y mes 48 de la emisión respectivamente. Bajo este escenario, los flujos de caja de la cartera titularizada, junto con los apoyos de liquidez, mostraron ser suficientes para la atención de los títulos privilegiados y subordinados en sus respectivos niveles de calificación.

Así mismo, al asignar las calificaciones, Duff & Phelps de Colombia tuvo en consideración, además de los mecanismos de cobertura definidos dentro de la estructura, el riesgo base de los originadores como administradores de la cartera ya que dentro del desarrollo de esta labor deberán correr con los gastos de administración y proceso judicial que implica la cartera titularizada.

La capacidad operativa y administrativa de la Titularizadora Colombiana como emisor y agente de manejo de la titularización.

La amplia experiencia y el conocimiento en el sector hipotecario del equipo administrativo de la Titularizadora Colombiana, junto con un soporte técnico especializado, la experiencia acumulada en procesos de *due diligence* realizados a entidades hipotecarias y el desarrollo de programas propios aseguran la capacidad operativa y administrativa de la entidad para llevar a cabo su labor como emisor y agente de manejo de la titularización. Duff and Phelps de Colombia ha realizado visitas técnicas (Due Diligence) a la Titularizadora Colombiana y considera que cuenta con las herramientas y procesos necesarios para cumplir cabalmente su función.

La calidad de la administración de la cartera titularizada, a cargo de AV VILLAS y CONAVI.

Las entidades autorizadas y encargadas por la Titularizadora Colombiana para administrar la cartera titularizada cuentan con una amplia experiencia en administración de créditos hipotecarios. Duff and Phelps de Colombia mantiene calificaciones y ha realizado visitas técnicas (Due Diligence) a AV VILLAS y CONAVI y considera que ambas poseen la capacidad técnica, financiera, legal y administrativa necesaria para el desarrollo de la gestión de administración y cobranza judicial de los créditos hipotecarios y de venta de los bienes recibidos en pago.

La fortaleza y solidez legal de la titularización y de las garantías que ofrecen las “universalidades”.

Tanto la creación de la Titularizadora Colombiana, como la estructuración de la presente titularización se han hecho dentro de las normas establecidas en la ley 546 de 1999. Con respecto a las “universalidades”, dicha ley establece que los créditos que respaldan la emisión quedan aislados del patrimonio de los originadores y del de la Titularizadora. Adicionalmente, tanto la Titularizadora Colombiana como las entidades originadoras se encuentran amparadas por dicha ley para realizar esta transacción.

20 de abril de 2004

Estructura de la emisión

La Titularizadora Colombiana emitirá títulos hipotecarios por un monto equivalente a 1.270 millones de UVR's. La emisión constará de dos series principales. Los plazos, montos y tasas de interés de cada una de las series se describen a continuación:

Serie	Plazo (años)	Monto (millones UVR)	Tasa de Interés (Máxima)
TECH 5	5	635	7% EA
TECH 7	7	635	7% EA

Los pagos a capital se realizarán al vencimiento de cada una de las series y los títulos pagarán un

interés mensual vencido sobre el capital de los títulos. El primer pago de intereses se realizará 90 días después de la fecha de emisión y los siguientes en forma mensual vencida.

La estructura de la emisión cuenta con un mecanismo de apoyo crediticio directo y con mecanismos de apoyo crediticio indirectos. El mecanismo de apoyo crediticio directo lo provee el Mecanismo de Cobertura Parcial otorgada por la IFC el cual permite que a partir de un activo subyacente con calificación AA+ (TH A Banco CONAVI y TH A Banco AV VILLAS) se puedan emitir títulos hipotecarios TECH calificados Triple A “AAA”. Los mecanismos de apoyo crediticio indirectos están contenidos en las universalidades Banco CONAVI y Banco AV VILLAS, las cuales

contienen la totalidad de los créditos hipotecarios. Las dos universalidades emitirán cinco títulos: Título A, B C1, C2 y C3. Los Títulos A serán suscritos en desarrollo de la oferta privada de suscripción por la Titularizadora Colombiana para su posterior retitularización mientras que CONAVI y AV VILLAS suscribirán en el mercado de capitales los Títulos B, C1, C2 y C3 de sus correspondientes universalidades. Estos títulos son subordinados en el pago de capital e intereses al Título A de cada universalidad.

Calificaciones asignadas a los Títulos Hipotecarios TH Banco CONAVI

Títulos A Banco CONAVI.....	AA+
Títulos B Banco CONAVI.....	AA
Títulos C1 Banco CONAVI.....	A-
Títulos C2 Banco CONAVI.....	BBB+
Títulos C3 Banco CONAVI.....	BBB

El Título A Banco CONAVI emitido por la universalidad Banco CONAVI, la cual contiene la cartera hipotecaria vencida originada por CONAVI, cuenta con los siguientes mecanismos de apoyo crediticio:

- Fondo de Reserva Banco CONAVI, el cual se constituye al momento de la constitución de la universalidad Banco CONAVI con un monto de 260 millones de UVR's, lo que equivale al 40% del Título A CONAVI. Este mecanismo será utilizado como cobertura para los Títulos Hipotecarios Banco CONAVI Clase A cuando se presente un defecto en el flujo recaudado de los créditos hipotecarios que afecte el pago de intereses y capital de los títulos mencionados de conformidad con la prelación de pagos de la Universalidad Banco CONAVI. Para tales efectos, los recursos del Fondo de Reserva Banco CONAVI serán invertidos en TES Ley 546 y se mantendrá en liquidez a la vista el monto equivalente a una año y medio del pago de intereses del Título A Banco CONAVI.
- Subordinación equivalente al 40% del saldo de capital Título A Banco CONAVI a la fecha de emisión representada por el Título B Banco CONAVI y una subordinación equivalente al 4% del saldo de capital Título A Banco CONAVI a la fecha de emisión representada por los Títulos C1, C2 y C3 Banco CONAVI, para una subordinación total del 44% del saldo de capital inicial del Título A Banco CONAVI. Este mecanismo es aplicable como cobertura para Títulos Hipotecarios Banco CONAVI

Clase A por virtud del cual el pago de intereses y capital de los Títulos Hipotecarios Banco CONAVI Clase B y el pago de capital de los Títulos Hipotecarios Banco CONAVI Clase C se sujeta y condiciona al pago previo de aquellos conceptos relacionados en la prelación de pagos que tengan una prioridad de pago superior al pago de intereses y capital de tales títulos.

- Sobrecolateralización equivalente al 127% aproximadamente del saldo de capital Título A Banco CONAVI a la fecha de emisión. El monto sobrecolateralizado corresponde a las provisiones registradas contablemente por el Banco CONAVI sobre los saldos de capital de los créditos hipotecarios en cuentas de balance, los saldos de intereses en cuentas de balance y los saldos de pagos por cuenta de clientes en cuentas de balance, a la fecha de creación de la Universalidad Banco CONAVI.

Calificaciones asignadas a los Títulos Hipotecarios TH Banco AV VILLAS

Títulos A Banco AV VILLAS.....	AA+
Títulos B Banco AV VILLAS.....	A+
Títulos C1 Banco AV VILLAS.....	BBB
Títulos C2 Banco AV VILLAS.....	BB
Títulos C3 Banco AV VILLAS.....	B

Por su parte, el Título A Banco AV VILLAS emitido por la universalidad Banco AV VILLAS, la cual contiene la cartera hipotecaria vencida originada por AV VILLAS, cuenta con los siguientes mecanismos de apoyo crediticio:

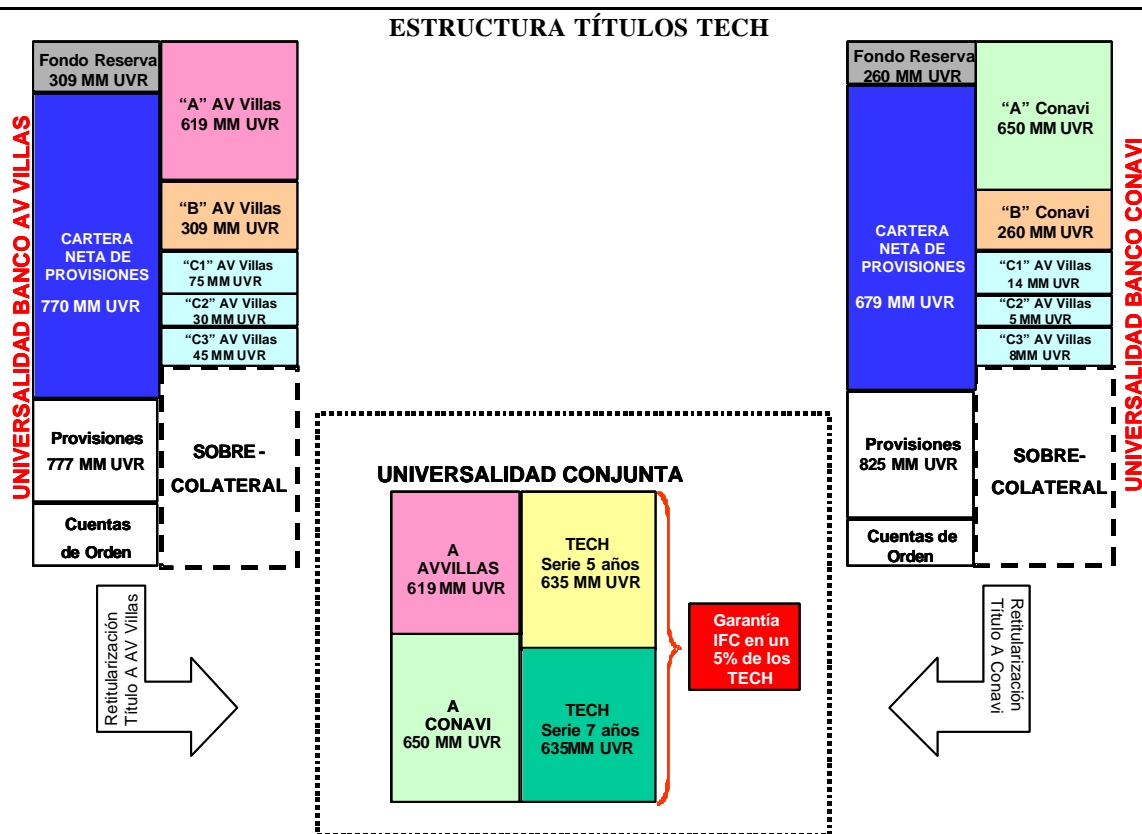
- Fondo de Reserva Banco AV VILLAS, el cual se constituye al momento de la constitución de la universalidad Banco AV VILLAS con un monto de 309 millones de UVR's, lo que equivale al 50% del Título A Banco AV VILLAS. Este mecanismo será utilizado como cobertura para los Títulos Hipotecarios Banco AV VILLAS Clase A cuando se presente un defecto en el flujo recaudado de los créditos hipotecarios que afecte el pago de intereses y capital de los títulos mencionados de conformidad con la prelación de pagos de la Universalidad Banco AV VILLAS. Para tales efectos, los recursos del Fondo de Reserva Banco AV VILLAS serán invertidos en TES Ley 546 y se mantendrá en liquidez a la vista el monto equivalente a una año y medio del pago de intereses del Título A Banco AV VILLAS.
- Subordinación equivalente al 50% del saldo de capital Título A Banco AV VILLAS a la fecha de emisión representada por el Título B Banco AV VILLAS y una subordinación equivalente al 24%

del saldo de capital Título A Banco AV VILLAS a la fecha de emisión representada por los Títulos C1, C2 y C3 Banco AV VILLAS, para una subordinación total del 92% del saldo de capital inicial del Título A Banco AV VILLAS.

Este mecanismo es aplicable como cobertura para Títulos Hipotecarios Banco AV VILLAS Clase A por virtud del cual el pago de intereses y capital de los Títulos Hipotecarios Banco AV VILLAS Clase B y el pago de capital de los Títulos Hipotecarios Banco AV VILLAS Clase C se sujeta y condiciona al pago previo de aquellos conceptos relacionados en la prelación

de pagos que tengan una prioridad de pago superior al pago de intereses y capital de tales títulos.

- Sobrecolateralización equivalente al 133% aproximadamente del saldo de capital Título A Banco AV VILLAS a la fecha de emisión. El monto sobrecolateralizado corresponde a las provisiones registradas contablemente por el Banco AV VILLAS sobre los saldos de capital de los créditos hipotecarios en cuentas de balance, los saldos de intereses en cuentas de balance y los saldos de pagos por cuenta de clientes en cuentas de balance a la fecha de creación de la Universalidad Banco AV VILLAS.



Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

Los Títulos Clase A Banco CONAVI y Clase A Banco AV VILLAS están denominados en UVR y pagarán mensualmente una tasa de interés dinámica equivalente a la tasa promedio ponderada del pasivo de la Universalidad TECH y los pagos a capital se realizarán en 5 y 7 años que equivalen al vencimiento de cada series de los títulos TECH.

Los Títulos Subordinados B Banco CONAVI y Subordinados B Banco AV VILLAS están denominados en UVR y tendrán un plazo de 10 años y pagarán un interés de 7% EA. Los pagos a capital se realizarán al vencimiento de los títulos y es estrictamente secuencial al pago de capital del Título Privilegiado A del banco correspondiente. Así mismo, en su calidad de subordinados los pagos de intereses y capital estarán subordinados al pago de capital del

Título A de cada Banco de acuerdo a la Prelación de Pagos del Reglamento de Emisión con causales de suspensión en los siguientes eventos:

- En caso que la calificación del administrador sea inferior a A+ (A, más) se suspenden pagos de intereses al Título B del Banco.
- En caso de que el Indicador de Severidad, calculado como uno menos el valor de venta del inmueble en UVR dividido por el saldo del crédito denominado en UVR, sea superior a 40% se suspende pagos de intereses al Título B del Banco.
- En caso que el Banco incumpla su obligación contractual de asumir los gastos de administración de los créditos hipotecarios en desarrollo del Contrato de Administración

Los Títulos Subordinados C Banco CONAVI y Subordinados C Banco AV VILLAS pagan únicamente capital y este es estrictamente secuencial al Título Subordinado B del banco correspondiente. Las tres series del título C son, así mismo, subordinadas entre sí en el siguiente orden: C1, C2 y finalmente C3.

Los bancos originadores serán los compradores en primera instancia de los Títulos B y C con el fin de mantener un incentivo a su gestión como administradores de la cartera titularizada y además con el fin de reemplazar activos improductivos por activos productivos como los son los títulos suscritos.

Activos subyacentes y creación de las universalidades

Los activos subyacentes conformarán tres universalidades separadas. Las dos primeras universalidades serán conformadas por cada uno de los bancos originadores. Para el efecto, tanto CONAVI como AV VILLAS, separan de su patrimonio los activos subyacentes conformados por (i) los créditos hipotecarios y (ii) efectivo y/o títulos valores que conformarán el Fondo de Reserva, mediante la creación de una universalidad, Universalidad Banco CONAVI y Universalidad Banco AV VILLAS respectivamente, a través de la expedición de un reglamento de emisión. Una vez creada cada una de esta universalidades, el banco originador, a través de dicha universalidad, realiza la emisión de los títulos hipotecarios Banco CONAVI y Banco AV VILLAS. Los anteriores Títulos Hipotecarios tienen tres clases (Clases A, B

y C) y a su turno los, títulos hipotecarios Clase C tiene tres series (Series C1, C2 y C3).

La tercera universalidad la conformará la Titularizadora Colombiana. Para el efecto la Titularizadora (i) suscribirá los Títulos Hipotecarios Banco CONAVI Clase A y Banco AV VILLAS Clase A en desarrollo de la colocación privada realizada por cada uno de los bancos, (ii) separará dichos títulos de su patrimonio mediante la creación de una universalidad (la Universalidad TECH) a través de la expedición de un reglamento de emisión y (iii) llevará a cabo la retitularización de los títulos clase A mediante la emisión de los TECH. Los TECH serán objeto de oferta pública en el mercado de capitales.

La Universalidad Banco CONAVI contará dentro de sus activos con una cartera neta de provisiones 679 millones de UVR y provisiones por 825 millones. Así mismo contará con un fondo de reserva de 260 millones de UVR.

Por su parte, la Universalidad Banco AV VILLAS contará dentro de sus activos con una cartera neta de 770 millones de UVR y provisiones por 777 millones. Así mismo contará con un fondo de reserva de 309 millones de UVR.

Los recursos disponibles de las universalidades Banco CONAVI y Banco AV VILLAS comprenden los siguientes rubros:

- a) Los flujos que se recauden por concepto de (i) ajuste por UVR al saldo de los créditos hipotecarios y al saldo de los créditos hipotecarios normalizados y (ii) intereses corrientes de los créditos hipotecarios y de los créditos hipotecarios normalizados;
- b) Los flujos que se recauden por concepto de intereses de mora de los créditos hipotecarios y de los créditos hipotecarios normalizados;
- c) Los rendimientos de las inversiones temporales de los flujos recaudados;
- d) Los rendimientos de las inversiones temporales del Fondo de Reserva;
- e) La utilidad que se obtenga en remates de garantías hipotecarias, ventas de BRP o ventas a terceros de créditos hipotecarios normalizados;
- f) Los valores que se reciban por concepto de arras o cláusulas penales en desarrollo de contratos de promesa de compraventa de BRP.
- g) Ingresos por intereses de cuotas anticipadas de los créditos hipotecarios normalizados;
- h) Los valores correspondientes al mayor valor de (i) el saldo de capital de los Créditos Hipotecarios en cuentas de balance y (ii) el saldo de intereses de

los Créditos Hipotecarios en cuentas de balance como resultado del pago en dinero o en títulos de tesorería TES-Ley 546, efectuado por el Administrador Autorizado a favor de la Nación-Ministerio de Hacienda por concepto de la devolución del monto correspondiente al capital amortizado e intereses pagados por los alivios aplicados a los Créditos Hipotecarios en los términos definidos en la Ley 546 de 1999, cuando se presente alguno de los supuestos de devolución de alivios de los Créditos Hipotecarios en los términos definidos en el Decreto 2221 de 2000 (modificado por el Decreto 712 de 2001 y el Decreto 2739 de 2003) y demás normas que lo modifiquen, reglamenten o sustituyan.

i) Otros ingresos

Estas dos universalidades, Banco CONAVI y Banco AV VILLAS, tienen a su cargo la atención de los gastos derivados de los servicios que presten terceros o la Titularizadora Colombiana para el diseño y funcionamiento de la emisión. Es por esto que se le asignan derechos preferentes sobre el flujo para cubrir estos gastos. Es importante anotar, que a diferencia de titularizaciones anteriores, en esta estructura los bancos originadores correrán con los gastos de administración de los créditos hipotecarios que incluyen:

- Gastos de cobranza jurídica.
- Gastos de administración y venta de BRP.
- Gastos correspondientes a las gestiones para la protección y defensa de los créditos hipotecarios y de los créditos hipotecarios normalizados y las garantías hipotecarias que los respaldan.
- Gastos por concepto de expensas judiciales y honorarios de abogados externos en el trámite de acciones ordinarias, de tutela, populares o de grupo contra la Titularizadora o el administrador autorizado en relación con o derivadas de los créditos hipotecarios.
- Los demás que sean inherentes o se causen en desarrollo o con ocasión de la administración de los créditos hipotecarios y de los créditos hipotecarios normalizados incluyendo el pago de las primas de seguro de los créditos hipotecarios.

Serán considerados egresos de caja de las universalidades Banco CONAVI y Banco AV VILLAS los siguientes rubros:

a) Los siguientes Costos del Mecanismo de Cobertura Parcial IFC en la proporción que le

corresponda a cada una de las universalidades: (i) Comisión de Disponibilidad, (ii) Comisión Operativa y (iii) Comisión de Supervisión.

Los costos del Mecanismo de Cobertura Parcial IFC se pagan a la Universalidad Conjunta, con sujeción a la prelación de pagos en las fechas de pago de los costos del Mecanismo de Cobertura Parcial IFC.

- b) Comisiones a favor de la Titularizadora incluyendo IVA.
- c) Comisión de administración de los Créditos Hipotecarios y BRP.
- d) Los gastos de administración de los créditos hipotecarios, en los casos en que el administrador autorizado incumpla su obligación de pago de tales gastos en desarrollo del Contrato de Administración.
- e) Los gastos de administración de la Emisión Banco CONAVI y Banco AV VILLAS respectivamente.
- f) Los intereses causados sobre los Títulos Banco CONAVI y Banco AV VILLAS respectivamente.
- g) La pérdida que se produzca en remates de garantías hipotecarias, ventas de BRP y por condonaciones de capital o intereses de los créditos hipotecarios en procesos de reestructuración del crédito hipotecario.
- h) La pérdida de capital que se produzca en la venta de los títulos negociables que hacen parte del Fondo de Reserva.
- i) Los valores correspondientes a la disminución de (i) el saldo de capital de los Créditos Hipotecarios en cuentas de balance y (ii) el saldo de intereses de los Créditos Hipotecarios en cuentas de balance como consecuencia de una decisión judicial o administrativa de cualquier clase que ordene la reliquidación de los Créditos Hipotecarios y/o la reversión de los alivios aplicados en desarrollo de lo señalado por la Ley 546 de 1999, en los casos en que el Administrador Autorizado incumpla su obligación de pago del monto equivalente a tal disminución en desarrollo del Contrato de Administración
- j) Los valores que sean objeto de devolución por cuenta de la Universalidad Banco CONAVI por concepto de anticipos recibidos sobre el precio de venta de BRP en caso de resolución de contratos de promesa de compraventa de BRP.

La tercera universalidad que hace parte de la estructura es la Universalidad TECH. Esta universalidad la constituirá la Titularizadora Colombiana mediante la separación patrimonial y aislamiento de los Títulos Clase A Banco CONAVI y Banco AV VILLAS. Serán ingresos de dicha universalidad los siguientes:

- Los flujos que se recauden por concepto de intereses de los Títulos Clase A Banco CONAVI y Banco AV VILLAS;
- Pagos recibidos de la Universalidad Banco CONAVI y de la Universalidad Banco AV VILLAS por concepto de costos del Mecanismo de Cobertura Parcial IFC relacionados anteriormente.
- Pagos recibidos de la Universalidad Banco CONAVI y de la Universalidad Banco AV VILLAS por concepto de pago adicional por diferencial de intereses.

Serán considerados egresos de caja de la Universalidad TECH los siguientes rubros:

- Costos del Mecanismo de Cobertura Parcial IFC
- Los intereses causados sobre los Títulos TECH 5 y TECH 7.

■ Metodología de calificación

Flujo de Caja

Empleando datos históricos de 4.136 bienes recibidos en pago del banco AV VILLAS en un periodo comprendido entre abril de 1997 y enero de 2003 y 3.633 bienes recibidos en pago del banco CONAVI en un periodo comprendido entre mayo de 2000 y marzo de 2003, se procedió a obtener las estadísticas necesarias para calcular el tiempo necesario para obtener el flujo de caja. Para ello, se determinaron estadísticamente cuatro variables principales:

- Probabilidad de entrega
- Tiempo de duración del proceso jurídico
- Probabilidad de venta del bien
- Severidad de la pérdida

Con estas estadísticas y teniendo en cuenta la etapa en la que se encontraba cada crédito, se procedió a proyectar el flujo de caja de la cartera vencida.

Análisis Crediticio

Se realizaron diversas tensiones sobre variables como el tiempo transcurrido en recuperar el bien, el tiempo en inventario del bien inmueble y la severidad de la pérdida en la venta del bien. Además se tuvo en cuenta un stress adicional. Debido a que los bancos originadores correrán con los gastos de administración recuperación y venta de los créditos vencidos y sus hipotecas, se consideró un escenario estresado en el cual los

bancos AV VILLAS y CONAVI dejaron de cubrir estos gastos a los 36 y 48 meses respectivamente de vida de la emisión teniendo en cuenta que la calificación de riesgo de CONAVI es AA+ y de AV VILLAS es AA-, obligando así a la universalidad a asumirlos desde ese momento en adelante. Con el fin de corroborar estos tiempos estimados para la cesación de pagos, Duff & Phelps calculó el valor esperado de los gastos con el que tendría que correr cada una de las universalidades dada la probabilidad de default de Colombia, calificada con una BBB- en moneda local, y la calificación de la deuda de largo plazo de cada una de las entidades involucradas. Estas proyecciones resultaron ser menos ácidas que las de los tiempos para default planteadas anteriormente.

En la siguiente tabla se presentan los incrementos porcentuales sobre el esperado aplicados para cada variable en cada nivel de calificación:

	Incremento en el Tiempo de Entrega del Bien	Incremento en el Tiempo en Inventario del Bien	Severidad de Pérdida
AAA	30%	30%	40%
AA+	25%	25%	34%
AA	22,5%	22,5%	32%
AA-	20%	20%	30%
A	15%	15%	26%
BBB	10%	10%	15%

De esta forma, la calificación de los Títulos TECH, "AAA", refleja el apoyo de los diferentes mecanismos de apoyo crediticio, incluyendo el Mecanismo de Cobertura Parcial de la IFC, que resisten un incremento en el tiempo promedio de la entrega del bien y en el tiempo en inventario del 30%, un incremento en la severidad de pérdida igual al 40% y una cesación de pago de parte AV VILLAS a los 36 meses y de CONAVI a los 48 meses. Es importante anotar que en todos los escenarios se consideraron los tiempos de proceso jurídico anteriores a la reforma al Código de Procedimiento Civil (Ley 794 de 2003) y que todas las hipotecas se hacen efectivas, es decir que no hay normalizaciones ni entregas voluntarias ni pagos totales de los créditos.

Los títulos Clase A del Banco AV VILLAS y del Banco CONAVI cuentan con calificaciones de "AA+" ya que no se benefician del Mecanismo de Cobertura Parcial de la IFC pero poseen otros mecanismos de apoyo crediticio. Las calificaciones de los títulos subordinados reflejan el grado de subordinación frente a los otros y las pérdidas de capital esperadas bajo los escenarios estresados.

Criterios de selección de la cartera a titularizar

La Titularizadora Colombiana estableció criterios de selección de cartera hipotecaria vencida como parte del proceso de compra de cartera. Para la selección de la cartera a titularizar se tienen en cuenta los siguientes criterios:

- Créditos otorgados a personas naturales, clasificados como vivienda por la Superintendencia Bancaria y otorgados bajo sistemas de amortización aprobados por la misma, indexados y denominados en UVR o en pesos.
- Los créditos deben estar documentados en pagares otorgados con formalidades legales para su exigibilidad. Además debe existir la primera copia de escritura de hipoteca en primer grado, debidamente registrada, que preste mérito ejecutivo.
- No se aceptan hipotecas compartidas. La hipoteca debe amparar exclusivamente los créditos hipotecarios a titularizar. Orden de prelación: Primer grado.
- Los inmuebles que constituyen la garantía hipotecaria deben tener seguros que proporcionen cobertura de incendio y terremoto.
- El monto máximo desembolsado es de \$300 millones de pesos.
- Préstamos con un saldo de capital en libros a la fecha de evaluación del portafolio mínimo de \$5 millones y máximo de \$200 millones.
- La altura de mora del crédito debe ser superior a nueve (9) meses.

Adicionalmente, se han establecido ciertas condiciones que deben cumplir los procesos jurídicos de la cartera vencida a titularizar:

- Que el proceso adelantado sea ejecutivo hipotecario.
- Que la demanda haya sido admitida por el juzgado y se haya librado mandamiento de pago.
- Que no exista sentencia desfavorable o excepciones previas o de mérito falladas en contra.
- Que no exista persecución judicial de terceros con créditos preferenciales (fiscales, laborales, alimentos) o procesos de extinción de dominio
- Que los procesos ejecutivos hipotecarios no se encuentren suspendidos.
- Que se trate de procesos ejecutivos hipotecarios en relación con los cuales la totalidad de los Deudores se encuentren vivos;

se exceptúan de este requisito aquellos procesos ejecutivos hipotecarios tramitados contra Deudores fallecidos con posterioridad a la presentación de la demanda, siempre que el mandamiento de pago y los títulos ejecutivos hayan sido notificados a los herederos o causahabientes del Deudor fallecido de conformidad con lo señalado en el artículo 1434 del Código Civil y demás normas aplicables.

- Que el deudor no esté adelantando procesos concordatarios.

Características de la cartera de créditos hipotecarios titularizados

El saldo de los créditos hipotecarios en cuentas de balance de la cartera titularizada y originada por CONAVI asciende a \$216.216 millones a Junio 7 de 2004. La cartera cuenta con provisiones por \$118.595 millones, lo que equivale al 51.63% del saldo de los créditos en cuentas de balance. La distribución de la cartera por macro etapa del proceso jurídico se muestra a continuación:

Macro etapa proceso	SCHCB (3) (UVR)	Provisiones (UVR)	Provisiones (%)
Embargo	10,193,590.71	3,142,441.73	0.20
Notificación	575,243,137.47	285,990,808.73	17.95
Sentencia	287,338,431.83	155,513,561.46	9.76
Liquidación	131,224,742.95	67,432,151.72	4.23
Remate	539,060,190.02	282,016,050.51	17.70
Adjudicación	38,199,994.38	21,983,169.39	1.38
Entrega	11,864,023.00	6,486,461.77	0.41
Total	1,593,124,110.34	822,564,645.32	51.63

Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

La descomposición del portafolio de CONAVI por ciudades revela que el 28.73% corresponde a inmuebles ubicados en Medellín, mientras que el 35.45% corresponde a Bogotá, el 3.66% a Cali y el 32.16% restante está distribuido en un total de 14 ciudades.

Por otra parte, el saldo de los créditos hipotecarios en cuentas de balance de la cartera titularizada y originada por AV VILLAS asciende a \$228.857 millones a Junio 4 de 2004. La cartera cuenta con provisiones por \$118.163 millones, lo que equivale al 54.85% del saldo de capital. La distribución de la cartera por macro etapa del proceso jurídico se muestra a continuación:

Macro etapa proceso	SCHCB (3) (UVR)	Provisiones (UVR)	Provisiones (%)
Mandamiento	22,482,407.87	11,024,242.36	0.73
Embargo	52,381,567.24	24,556,628.32	1.63
Notificación	564,719,112.11	299,981,347.41	19.94
Sentencia	196,238,119.78	116,231,739.08	7.73
Liquidación	192,104,204.28	109,928,955.94	7.31
Secuestro	190,178,668.08	96,067,505.12	6.39
Avalúo	106,952,033.01	62,917,985.89	4.18
Remate	179,404,259.38	104,491,096.08	6.95
Total	1,504,460,371.70	825,199,500.20	54.85

Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

La descomposición del portafolio de AV VILLAS por ciudades revela que el 49.46% corresponde a inmuebles ubicados en Bogotá, mientras que el 12.74% corresponde a Cali, el 5.59% a Bucaramanga, el 5.06% a Barranquilla y el 27.15% restante está distribuido en un total de 85 ciudades.

Aspectos fundamentales de la Titularizadora Colombiana

A partir de la Ley 546 de 1999, en la cual se fomenta la participación de agentes que desarrollen actividades relacionadas con la financiación de vivienda tales como sociedades titularizadoras, la Superintendencia de Valores autoriza la constitución de la Titularizadora Colombiana S.A. Hitos en julio de 2001.

Esta sociedad se creó con la misión de promover el desarrollo del mercado secundario de hipotecas en Colombia, el cual espera incrementar las operaciones de adquisición de vivienda propia. Igualmente, su objetivo es el de generar estabilidad financiera y económica y el desarrollo del mercado de capitales.

El objeto de la sociedad es la movilización de créditos hipotecarios mediante su titularización a través de sistemas establecidos en la ley y en especial en los artículos 12 y 14 de la Ley 546 de 1999 y demás disposiciones que la modifiquen o reglamenten. La sociedad podrá adquirir créditos hipotecarios o títulos hipotecarios de los establecimientos de crédito o de otras entidades originadoras de créditos hipotecarios, que cumplan con los estándares pre-definidos por la sociedad. Podrá, también, mantener una cartera de créditos hipotecarios y títulos hipotecarios, así como

originar, estructurar u obrar como agente de manejo de procesos de titularización de créditos hipotecarios. Igualmente podrá emitir títulos valores y colocarlos mediante oferta pública o privada, con sujeción a las leyes que rijan su actividad. Adicionalmente, podrá administrar procesos de movilización de activos hipotecarios autorizados por la ley, adquirir, comercializar, y negociar bonos hipotecarios, títulos valores y en general realizar operaciones de tesorería mediante el uso de cualquier tipo de producto financiero de instrumentos derivados, con sujeción a las leyes que rijan su actividad. También podrá garantizar total o parcialmente con su propio patrimonio los títulos hipotecarios que emita o que sean producto de los procesos de movilización que administre y los títulos de titularización hipotecaria que origine así como proveer cualquier tipo de mecanismo de seguridad y apoyo crediticio, para el mejoramiento de riesgo de dichos títulos; obtener créditos para financiar actividades y constituir garantías para respaldarlos y obtener financiamiento con sujeción a las leyes que rijan su actividad.

El principal accionista de la sociedad es la Corporación Financiera Internacional (IFC), filial del Banco Mundial, quien cuenta con una participación del 21.25%. Los demás accionistas de la sociedad son entidades financieras nacionales, quienes cuentan con experiencia en la colocación, recaudo y administración en el mercado hipotecario colombiano. La composición accionaria a mayo de 2003 se presenta a continuación.

Accionista	Participación
IFC	21,25%
Davivienda	21,08%
Colmena	21,08%
Conavi	20,93%
AV Villas	9,95%
Colpatria	5,00%
Corfinsura	0,32%
Seguros Bolivar	0,17%
Inversora Colmena	0,17%
Adquivalores	0,05%
Total	100,00%

Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

Después de cerca de tres años de operaciones, la Titularizadora Colombiana ha titularizado exitosamente cerca de \$2 billones de cartera hipotecaria en cuatro emisiones: TIPS E-1, TIPS E-2, TIPS E-3 y TIPS E-4. Esta quinta emisión es la primera titularización de cartera vencida que se realiza en el país. Así, la Titularizadora continúa con su objetivo principal de titularizar en cinco años el 38% de la cartera hipotecaria del país.

Aspectos legales de la titularización

El Proceso de Titularización se fundamenta en las disposiciones contenidas en la Ley 546 de 1999, los Decretos 1719, 611 de 2001 y 304 de 2004 del Ministerio de Hacienda y las Resoluciones 775 de 2001 y 223 de 2002 de la Superintendencia de Valores. Dichas normas establecen la facultad para los establecimientos de crédito de (i) emitir títulos hipotecarios respaldados en créditos hipotecarios otorgados para financiar la adquisición de vivienda y sus garantías con el propósito enajenarlas en el mercado de capitales a partir de universalidades conformadas por los créditos hipotecarios, sus garantías y mecanismos de cobertura y (ii) administrar los créditos hipotecarios en desarrollo del proceso de Titularización. Igualmente facultan a las sociedades titularizadoras para (i) estructurar emisiones mediante la retitularización de títulos hipotecarios emitidos por los establecimientos de crédito a partir de universalidades conformadas por los títulos hipotecarios, sus garantías y mecanismos de cobertura y (ii) administrar los procesos de titularización correspondientes.

La Ley 546 de 1999 crea el funcionamiento de las masas o conjuntos de activos conformados principalmente por portafolios de créditos hipotecarios -universalidades, a partir de los cuales pueden instrumentarse procesos de titularización mediante la asignación de derechos sobre tales activos a los inversionistas suscriptores de los títulos y a las partes que intervienen en el proceso, en forma tal que estos activos quedan excluidos del patrimonio de la entidad originadora de dichos créditos y afectos en forma exclusiva a la realización de tales derechos.

La masa de activos o universalidad cuenta con los derechos derivados de las garantías constituidas para respaldar los créditos o mecanismos de apoyo crediticio.

De otro lado, las universalidades están mejor protegidas que los patrimonios autónomos contra los ataques de terceros y la quiebra del emisor, y del originador, no solo por cuanto se consagró su inmunidad aun frente a procesos liquidatorios y concursales sino por cuanto la concepción de la Ley 546 de 1999, los títulos representan derechos específicos sobre los activos de la masa que ha sido patrimonialmente separada del balance del emisor.

Originadores y administradores de la cartera

La ley 546 de 1999 autoriza a los establecimientos de crédito a emitir títulos representativos de créditos hipotecarios, incluyendo sus garantías o títulos representativos de derechos sobre los mismos y sobre las garantías que los respaldan, cuando tengan como propósito enajenarlas en el mercado de capitales. Bajo este marco, CONAVI y AV VILLAS son los originadores de la cartera titularizada.

Tanto CONAVI como AV VILLAS, las entidades autorizadas y encargadas por la Titularizadora Colombiana para administrar la cartera titularizada, cuentan con una amplia experiencia en administración de créditos hipotecarios. Duff and Phelps de Colombia mantiene calificaciones y ha realizado visitas técnicas (Due Diligence) a AV VILLAS y CONAVI y considera que ambas poseen la capacidad técnica, financiera, legal y administrativa necesaria para el desarrollo de la gestión de administración y cobranza judicial de los créditos hipotecarios y de venta de los bienes recibidos en pago. El Banco CONAVI se encuentra calificado en AA+ (Doble A, más) y el Banco AV VILLAS se encuentra calificado en AA- (Doble A, menos).

Mayores riesgos

El principal riesgo asociado a las titularizaciones de cartera hipotecaria vencida consiste en la posibilidad de que los recaudos y flujos esperados provenientes de los créditos titularizados no se reciban dentro del tiempo estimado, razón por la cual se incumpla con las obligaciones contraídas frente a los tenedores. Dado lo anterior, y con el fin de mitigar este riesgo, la estructura de la presente emisión incluye fondos de reserva, subordinaciones, sobrecolateralizaciones y una garantía parcial que buscan atender los defectos de liquidez que se puedan presentar.

Adicionalmente, el inversionista asume un riesgo de prepagó el cual no está cubierto en la emisión, que aunque no representa un riesgo de incumplimiento de pago, sí puede representar un riesgo de reinversión.